

学校编码：10384

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_

学号：17520101151193

UDC\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

企业集团内部资本市场的利益输送功能

——基于复星集团的案例研究

Tunnelling of Internal Capital Market in Enterprise Group

——Case Study Based on Group Fuxing

郑小艳

指导教师姓名：郭晓梅 教授

专业名称：会计学

论文提交日期：2013年4月

论文答辩时间：2013年6月

学位授予日期：2013年6月

答辩委员会主席：\_\_\_\_

评 阅 人：\_\_\_\_

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘 要

内部资本市场是企业集聚多条渠道的资本，以企业内部一定的机构作为运行载体，在企业各部门（或企业集团内各成员企业）之间进行分配，以提高内部资本使用效率，最终在企业内部实现资本的有效流动和配置的一种机制。随着企业集团的发展，内部资本市场的运行受到越来越多学者的关注。在我国这样新兴市场中，由于企业融资环境的制约，许多中国企业集团面临着严重的外部融资约束，内部资本市场资本的有效配置在一定程度上缓解了外部融资约束。但是在投资者法律保护不健全的情况下，上市公司股权高度集中下的公司治理问题、金字塔股权结构控制权与现金流权分离的情况及其复杂控制关系的特征，可能导致内部资本市场资本配置部分成为利益输送的工具，使内部资本市场具有了利益输送的功能，严重损害外部中小投资者的权益。因此，在中国独特的制度背景下，审视我国企业集团内部资本市场的现状与问题，规范其内部资本市场运作行为，使其能够更好地发挥作用，具有重要的理论意义和现实价值。

全文共分六章。第一章从内部资本市场的产生背景及我国内部资本市场现存的问题入手，引出本文主要研究和讨论的内容。第二章对国内外内部资本市场理论研究和实证研究的相关文献进行回顾和总结。第三章对我国企业集团内部资本市场的三种形成方式和运行情况进行了介绍，进而对内部资本市场的利益输送功能进行了阐述。第四章在前文基础上，从企业集团外部和内部两个层面分析我国企业集团内部资本市场资本配置中的利益输送功能的影响因素。第五章基于第四章的理论分析，对复星系通过内部资本市场进行利益输送的运作方式、利益输送的影响及利益输送功能的影响因素进行分析。第六章针对我国企业集团内部资本市场利益输送功能问题，提出相应改进建议。

**关键词：** 企业集团；内部资本市场；利益输送功能

## Abstract

Internal capital market is a mechanism that puts the cash flow from multi channels together, then allocates them to different parts of the enterprise or different companies of the enterprise group, eventually to achieve the effective flow and allocation of capital within the enterprise. With the development of enterprise groups, the efficiency of internal capital market attracts more and more attention. In emerging markets like China, due to the constraints of financing, many enterprises face severe external financing constraints. So the effective capital allocation of the internal capital market eases the external financing constraints to some extent. However, the listed companies are mostly controlled through pyramid ownership structure by enterprise groups. The corporate governance problem as the high ownership concentration, the separation of control power and cash flow rights and the complexity of the control relationship, in addition to the unsound legal protection of investors, may make the capital allocation of the internal capital market being the tool of tunnelling by the ultimate controlling shareholder. That is to say, the internal capital market has the function of tunnelling, which leads to the severely damage to the interests of the external medium and small investors. Therefore, re-examining the status and problems of the internal capital market within Chinese enterprise groups under the unique context in china, is of theoretical meaning and practical value to regulate the internal capital market then make internal capital market function better and supply services for enterprise group.

This paper is divided into six chapters. The first chapter starts with the background of the internal capital market and current problem with internal capital market in Chinese enterprise groups, and then points out that the contents of this paper. The second chapter reviews and summarizes the domestic and foreign internal capital market theory and empirical research literature. The third chapter first introduces the formation and operation of internal capital market within enterprise groups and describes the tunnelling function of

internal capital market. Based on the previous paper, the fourth chapter discusses the factors for tunneling function of internal capital market from external and internal perspectives. Based on the theoretical analysis on the fourth chapter, the five chapter analyses the mode of operation, impact and factors of tunneling of Fuxing's internal capital market. Finally the sixth chapter proposes some appropriate recommendations for improvement.

**Keywords:** enterprise group; internal capital market; tunneling function

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目录

<b>第一章 绪论 .....</b>	<b>1</b>
一、研究背景 .....	1
二、研究内容和框架 .....	3
三、主要创新 .....	4
四、研究方法 .....	5
<b>第二章 内部资本市场研究现状 .....</b>	<b>6</b>
一、内部资本市场概述 .....	6
二、内部资本市场的配置效率 .....	9
三、内部资本市场利益输送功能 .....	14
四、文献述评 .....	17
<b>第三章 中国企业集团内部资本市场的形成与运行 .....</b>	<b>18</b>
一、中国企业集团内部资本市场的形成方式 .....	18
二、中国企业集团内部资本市场的运行 .....	21
<b>第四章 企业集团内部资本市场利益输送功能的影响因素分析 .....</b>	<b>27</b>
一、企业集团内部资本市场利益输送功能的外部影响因素分析 .....	27
二、企业集团内部资本市场利益输送功能的内部影响因素分析 .....	32
<b>第五章 企业集团内部资本市场利益输送功能的案例分析 .....</b>	<b>36</b>
一、复星系建系过程 .....	36

二、复星系内部资本市场资本运作方式.....	39
三、复星系内部资本市场运作的后果.....	53
四、复星系内部资本市场利益输送功能的影响因素.....	57
五、案例小结 .....	61
<b>第六章 完善企业集团内部资本市场的建议.....</b>	<b>63</b>
一、改善企业外部融资环境.....	63
二、改善内部资本市场法律及监管环境.....	63
三、完善企业的公司治理.....	64
<b>参考文献.....</b>	<b>66</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要



## CONTENTS

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
Section 1 Research Background .....	1
Section 2 Research Content and frame work .....	3
Section 3 Main Innovation .....	4
Section4 Research Methods .....	4
<b>Chaper 2 Current status of Internal Capital Market research .....</b>	<b>6</b>
Section 1 Frame work of Internal Capital Market .....	6
Section 2 Allocative efficiency of Internal Capital Market.....	9
Section 3 Tunnelling function of Internal Capital Market.....	14
Section4 Review of Rsearch literature .....	17
<b>Chaper 3 Formation and operation of Enterprise group Internal Capital Market .....</b>	<b>18</b>
Section 1 Patterns of Enterprise group Internal Capital Market Formation.....	18
Section 2 Operation of Enterprise group Internal Capital Market.....	21
<b>Chaper 4 Analysis on the factors of tunnelling function of Enterprise group Internal Capital Market .....</b>	<b>27</b>
Section 1 Analysis of External Factors .....	27
Section 2 Analysis of External Factors .....	32
<b>Chaper 5 Case study of tunnelling function of Enterprise group Internal Capital Market.....</b>	<b>36</b>
Section 1 Development of Fuxing Enterprise Group.....	36

Section 2 Study on the operations of Fuxing's internal capital market.....	39
Section 3 The influence of the operations of Fuxing's internal capital market....	53
Section 4 The factors of tunnelling function of Fuxing's internal capital market	57
Section 5 Case Summary .....	61
<b>Chaper 6 Suggestions for Improving Enterprise group Internal Capital Market .....</b>	<b>63</b>
Section 1 Improving the External financing environment.....	63
Section 2 Improving legislation and supervision system of Internal Capital Market.....	63
Section 3 Guiding the Resconstruction of Ownership structure .....	64
<b>Reference.....</b>	<b>64</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 绪论

本章首先回顾了企业集团内部资本市场的理论和现实背景，由此提出本文的主要研究内容，并在此基础上，简要阐述了本文的研究思路、创新之处和研究方法。

### 一、研究背景

自二战结束后的二十世纪五六十年代开始，在欧美国家出现了一轮兼并收购浪潮，并在六十年代后期形成高潮。这个时期，科学技术突飞猛进，企业的发展需要大量原材料、人力、资金和技术等生产要素的支持，因此同行业间甚至跨行业间的合并重组频繁出现，最终形成一批多元化和多部门的大型企业集团。目前企业集团已经发展为一种极其重要的生产一体化组织。在企业集团中，众多的成员企业拥有共同的品牌、统一的战略、营销网络以及信息共享等因素，有效地降低了经营成本并从协同效应中获取更多的收益，正因如此它也受到了人们的推崇和广泛的应用。目前无论是在成熟市场体系下还是在新兴市场经济中，它都是居于主流地位的企业组织形式，其产出量和贸易规模在各个经济体中都占据着举足轻重的地位。

大型企业集团的出现，导致企业内部资本市场（internal capital market）的产生。从 20 世纪 60 年代末 70 年代初，Alchian（1969）、Williamson（1970，1975）首次提出“内部资本市场”的概念开始，内部资本市场理论逐渐成为了企业内部资本资源配置的重要理论之一。20 世纪 90 年代中后期，内部资本市场理论的研究开始规范化，并提供了许多可借鉴的研究成果。90 年代末，随着我国企业集团的迅速发展，并成为我国经济发展中的主要力量，国内学者也开始关注企业集团内部资本市场，并展开了积极的研究。Williamson（1975）提出企业通过其内部资本市场能更快速和高效地配置资本，将资本配置到前景最好的项目中去，提高企业资本利用效率。Stulz（1990）认为多元化企业本身所创造的庞大的内部资本市场能够比单一企业更好地解决融资约束问题。内部资本市场在配置内部资

源、放松融资约束方面有着不可替代的作用。Wolfenzon (1999) 认为在缺少投资者保护的国家, 组建企业集团的目的在于控股股东可以利用集团的金字塔结构侵占外部投资者的利益。Khanna (2000) 发现集团内部形成的资本市场和要素市场为控股股东通过关联交易掏空上市公司提供了可能。在缺乏严格的法律监督机制和投资者保护机制下, 内部资本市场就可能成为大股东进行利益输送的工具。

经过二十几年的发展, 通过并购、重组等手段, 中国企业集团已经成为国民经济中的重要力量。随着企业集团迅速发展, 集团总部与其独立经营的成员公司间的资本配置活动也日益受到关注。近年来, 中国证券市场出现了大量的系族企业, 如“中国石油系”、“中国石化系”、“德隆系”、“复星系”等。企业集团要通过各种方式在上市成员公司之间、在上市成员公司和非上市成员公司之间进行内部资本配置。这些内部集团内部资本配置行为, 通常是由集团的控制人来调度的, 其目标是追求整个集团利益的最大化。企业集团的控股股东有能力去侵占成员公司的中小股东的利益。此外, 中国是一个典型的新兴加转轨市场。改革 30 多年以来, 虽然中国不断推进金融体制改革, 资本市场逐步完善, 但是目前仍是以间接融资为主的银行主导型金融体系。现阶段, 商业银行为了防范自身风险, 对于发展潜力巨大但规模较小、缺乏足额担保的中小企业放贷极为审慎, 顾虑重重, 这使得中小企业从商业银行获取的信贷资金非常有限。另外, 虽然 A 股股权分置改革后, 中国的股票融资市场迅速发展, 但是由于目前的新股发行及再融资均执行严格的政府审批制, 较高的盈利要求和发行门槛使得众多急需资金的企业望尘莫及。因此, 在一个投资者保护法律不健全的转型经济中, 在受到外部融资约束情况下, 企业集团控股股东可能通过内部资本市场进行利益输送。一方面, 企业集团在集团内部进行活跃的资金融通和资本配置, 构建起内部资本市场, 以追求整个集团利益最大化。另一方面, 企业集团往往采用金字塔式股权结构对上市公司进行控制。在金字塔股权结构中, 上市公司的终极控制人在上市公司拥有的现金流权和控制权呈现较为明显的相分离现象 (Claessens et al., 2002); 另外, 金字塔股权结构的企业集团中控制关系复杂且隐蔽。这些情况促使上市公司

终极控制人通过内部资本市场进行不公允的关联资产交易、往来资金占用和关联担保，将上市公司资源转移到集团内其他成员公司，使内部资本市场的资本配置成为大股东进行利益输送的工具。

基于上述背景，本文将基于中国企业集团内部资本市场的形成特殊背景上，对内部资本市场利益输送问题的影响因素进行探讨，在结合案例分析的基础上尝试提出若干完善中国企业集团内部资本市场的建议。

## 二、研究内容和框架

在研究内容上，本文主要关心的问题是在企业集团内部资本市场中，内部资本市场的资本配置如何部分异化为控制人进行利益输送的工具，以及内部资本市场的利益输送功能的原因，进而尽量提出完善内部资本市场的建议。在具体的研究框架中，本文将遵循“提出问题，分析问题和解决问题”的思路，从企业集团中的内部资本市场入手，分析集团内部资本市场的形成和运行，阐述内部资本市场中资本配置部分成为控制人进行利益输送的工具，积极找寻内部资本市场利益输送功能的原因或影响因素，在理论分析和案例分析基础上提出规范企业集团内部资本市场的措施。

全文共分六章，各章节的主要内容概要如下

第一章，绪论。主要阐述研究背景，并对研究框架、创新点及研究方法进行了简要的描述。

第二章，内部资本市场研究现状。本章主要围绕内部资本市场的定义、内部资本市场的存在性、内部资本市场的配置效率以及内部资本市场的利益输送功能等方面，对现有的国内外研究成果进行梳理和综述，在文献综述的过程中阐述国内外内部资本市场理论，并对国内内部资本市场的研究成果进行述评，以形成本文研究的逻辑起点。

第三章，我国企业集团内部资本市场的形成和运行。本章首先对我国企业集团内部资本市场的三种形成方式进行了介绍，这是我国企业集团内部资本市场的

制度背景，成为内部资本市场利益输送功能的制度性根源之一，为后一章影响因素分析做了重要的铺垫。另外，本章阐述了我国企业集团内部资本市场运行原理和情况，引出本文的研究重点，企业集团内部资本市场的利益输送功能。

第四章，企业集团内部资本市场利益输送功能的影响因素分析。本章从企业外部融资环境、内部资本市场的法律规制、上市公司的股权集中度、企业集团的股权结构等方面对我国企业集团内部资本市场利益输送功能的原因进行分析。

第五章，企业集团内部资本市场配置效率的案例研究。本章首先对复星系的建系过程即复星采用金字塔结构的形成过程进行了简要介绍。然后对复星系的内部资本市场进行利益输送的运作方式进行详细、深入地研究。而后，本章对复星系的内部资本市场运作的后果进行了说明。最后，基于第四章的理论分析，结合案例，对复星系内部资本市场资本配置部分成为利益输送工具的原因进行了总结。

第六章，完善企业集团内部资本市场的建议。基于前文对我国企业集团内部资本市场的理论分析和案例研究结果，从改善企业外部融资环境、改善内部资本市场法律和监管环境、合理引导企业集团内部股权结构的重构和完善上市公司治理四个方面，提出了完善我国企业集团内部资本市场的建议。

### 三、主要创新

本文可能的创新点在于：（1）文章不仅仅是纯理论分析，而是将重点放在解决实际问题，选取国内具有代表性的案例进行解析，分析我国企业集团内部资本市场目前存在的问题，提出完善内部资本市场的建议，对尚未成熟的我国企业集团内部资本市场的健康发展具有现实意义。（2）本文基于前人对大股东利益输送影响因素的实证研究，在阐述我国企业集团内部资本市场的形成及其背景的基础上，结合企业融资环境、法律规制等外部因素，对我国企业集团内部资本市场利益输送功能的影响因素进行了理论诠释。

## 四、研究方法

本文将规范研究法与案例研究法相结合，在广泛搜集阅读资料、分析案例的基础上提出有针对性的建议。本文运用的主要研究方法如下：

（1）文献分析法。本文的研究对象是企业集团内部资本市场，在大量阅读内部资本市场、企业集团相关的研究文献基础上进行探讨和引申，力求阐述自己的观点并有所创新。

（2）理论分析与案例研究相结合。本文先从理论角度对我国企业集团内部资本市场的现状进行探讨，然后对复星系内部资本市场的资本配置进行分析，将理论与实践紧密结合，使表达的内容更具可理解性。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库